

金融市场内系统性风险的传播与监管研究

王 哲

(厦门大学经济学院 361005)

【摘 要】自 2008 年起,由美国次贷危机引发金融危机向全球蔓延,并最终变异为经济危机,对全球经济造成巨大的冲击。在反思危机产生于传到过程中,对系统性风险研究的重要性开始受到世界各国开始的广泛关注,如何能提前做好应对系统性危机爆发的准备。如何能系统性危机的爆发的征兆,从而降低风险带来的损失,对稳定全球宏观经济,促进全球经济良性发展,并为下一次危机爆发做好提前的应对措施都具有重要意义。本文主要通过分析系统性风险的特征以及传到机制,对风险防范提出一定的建议。

【关键词】系统性风险;金融危机;金融风险

DOI:10.15880/j.cnki.zs.2016.01.025

自 2008 年起,由美国次贷危机引发金融危机向全球蔓延,并最终变异为经济危机,对全球经济造成巨大的冲击。在反思危机产生于传到过程中,对系统性风险研究的重要性开始受到世界各国开始的广泛关注,如何能提前做好应对系统性危机爆发的准备。随着全球经济一体化的进程,金融的全球化也随之进入高速拓展的时期,国家与国家之间,金融机构与金融机构之间,金融机构与非金融机构之间的联系也变得越来越密切。作为全球经济发展的催化剂,在推动宏观经济的同时,由于金融系统自身缺陷的原因,系统性风险的产生也是无法避免的。高速发展的全球金融一体化使得金融系统局部风险的爆发会迅速产生连锁反应,对全球的各个经济体带来一系列巨大的冲击,引发超越金融市场之外的经济危机,并对造成不可估量的破坏,引发全球性的危机。近些年来,从美国或者欧洲爆发的局部危机向着全世界蔓延就充分暴露了全球金融系统之间的风险传染性。

一、系统性风险内涵的界定

在目前的学术研究中,对系统性风险的内涵并没有统一的概念界定。基于不同的研究视角,主流的观点大体可以分为三种,分别是资产的角度,金融系统的角度以及全局观点。其中最为流行的是从金融系统角度对系统性风险进行界定。1964 年,William 基于马克维茨的理论,构建出了 CPAM 模型(资产定价模型),将风险划分为系统性与非系统性两种。而系统性风险主要是指在一个资产组合中,无法利用改变资产种类的方法来规避的潜在风险。此后,相关的学者沿着 William 的理论继续研究,将系统性风险的概念界定为银行的资产负债表中,作为资产一方的收益存在风险导致一系列关联性的风险。而从金融系统的视角来看,系统性风险并不是一个独立存在的风险,而是一个牵扯范围广泛的系统性风险事件,它的爆发不是单独影响某一个金融行业,而是直接导致整个金融系统局部甚至全部丧失机能。它的产生源头多为具有广泛性影响力的金融机构,这种机构的业务覆盖到金融市场的方方面面,并对其他机构能产生强烈的作用,一旦风险从这一点开始爆发,瞬间便可以沿着整个金融系统传递。最后一类的系统性风险的理论是最近才开始逐渐被人们重视,提出这理论的代表学者有 BULLARD。

二、系统性风险的特征分析

对风险进行有效防范的前提是对风险进行有效识别。风险识别的主要方法包括了特征识别的方法与传播路径的分析。利用风险的特征识别方法可以有效地将风险分类,判断是否是系统风险,或者是局部性的风险。而利用传播渠道与过程进行分析,可以有效地观察到风险在各个金融或者非金融机构之间的,各个行业之间的传染状态与强度,是基于风险的特征性风险结论,将其进行细分。关于系统性风险的特征讨论,在学界也有存在着少量的争议。有五特征论的说法,代表人物为范晓云,包括了传染性、外部性、收益与风险的不一致、投资者缺乏相关风险的信息,爆发后会对实体经济产生冲击五大特征。也有以张晓朴为代表的一派学者认为,系统性风险的五大特征包括了爆发的突发性,风险结构的不优良,风险传播速度极快与风险的大面积破坏性。

(一) 风险的系统关联性。较之于非系统性风险,系统性风险的产生原因不是单一的、孤立的,而是受到多个因素共同作用,例如流动性、银行利率等。这些系统性风险都是处于预料之外的风险,无法做到充分的提前规避准备,也体现了在现在的金融系统中,缺乏相应的办法对系统性分析进行预估。这种风险的模糊性正是由于风险的来源牵扯面巨大,是整个系统中数量众多的相关因素共同作用而产生的。同时,实体经济与金融市场的在信贷市场与资本市场之间有着紧密的联系,风险无论是从实体经济开始还是从金融市场开始,都会迅速爆发。这种风险的爆发不是仅仅破坏局部,而是具有很强的感染性,会在相互关联的其他系统之间传递,并产生链式反应与蝴蝶效应。实体经济的不稳定也会成为系统性风险的诱发因素,与金融的市场相互影响形成一个金融危机的爆发与破坏实体经济的恶性循环。

(二) 风险的累积性。从风险的爆发到结束的整个过程来看,在系统性风险爆发的最初阶段,表现上来看,宏观经济系统运行良好,各个子系统之间没有冲突与摩擦,各司其职,稳定运作。股票市场出现上涨行情,投资者对牛市行情的预期表示追捧。同时,家庭收入也随之增长,个人可支配收入增多,企业利润也大幅上涨,投资额追加随之也加大,整个市场的流动性逐渐地增加,流动速度逐渐加快。一段时期后,市场开始出现经济下行预兆,市场流动性不再增加,而是进入过剩状态,并开始走向下滑趋势,物价不再稳定,部分甚至所有商品的价格开始飙升,资产泡沫严重并开始破裂。系统性风险在经济繁荣时期集聚,达到高度危险的状态。部分金融机构无法承受风险带来的压力,市场开始出现金融机构的破产倒闭,恐慌情绪蔓延。紧接着通过货币、外汇、债券、期货、股票等金融市场以及其他金融衍生品市场,风险的爆发迅速铺开,对整个宏观经济造成大规模破坏,动摇市场的稳定性。

(三) 风险的传染性。与非系统性风险相比较,系统性风险的最大特征就是扩散迅速,具有极强的传染性。并且风险的传递不仅仅局限与单个金融机构的内部,而是会向外扩散,沿着金融机构

与机构之间的关系链条,在整个金融市场体系的内部中传播。最终突破金融行业的边界,传递到行业,破坏实体经济,影响整个宏观经济的稳定性。这种金融市场的负外部效应外溢正是系统性风险破坏力巨大的原因。

三、系统性风险源与传播渠道分析

系统性风险的爆发会引发市场的连锁反应,最终将会导致宏观经济波动。而宏观经济的波动,又会反过来又会加剧系统性风险的破坏力。它们之间的相互作用主要是通过金融活动形成的金融联系,例如实体的贸易活动,金融产品的交易活动,此外还有来自投资者的心理因素所导致的行为效应。

(一) 银行之间的金融联系。银行作为金融系统的最核心部分,是稳定金融市场稳定的基石。银行与银行间的联系也是系统性风险传播的主要渠道。而银行之间的同质化正是系统性分析积累与爆发的助力器。同质化的主要产生原因是银行之间业务的相似性,例如信贷的对象主要是大型企业,贷款的项目主要是房地产开发以及与之先关的其他项目,以及对基础设施建设的融资。这直接导致了不同银行选择的发展战略、经营策略以及产品的设计与提供都是极其的相似。一旦出现经济下滑,企业流动性减小,货币收紧,融资成本上涨,部分企业破产,银行便开始大规模抛售抵押的资产,进一步恶化实体经济。若风险的危机的爆发开始小型的商业银行,大型或中型银行可以利用自身的资本基础对风险进行控制,若风险的起点是大型或中型银行,则市场的恐慌将会蔓延,促进风险往小型商业银行传递,整个银行业爆发挤兑风波,加剧市场流动性危机,扩大风险的波及面。例如2007年雷曼兄弟,在其破产之后整个市场开始急剧衰落。

(二) 证券市场的系统性风险。证券市场的风险可以分为系统性与非系统两大类,相对于非系统性风险而言,系统性风险波及范围更加深远,一般会作用于整个行业。其产生原因也是宏观背景相关,例如国家中央银行对利率的调整,或者国家出现经济的大幅波动。系统性风险在银行之间的传播与爆发是由同质性与繁杂又联系密切的业务共同导致的结果,而相比于商业银行,证券公司对于较独立,机构与机构之间业务的联系不深。造成系统性风险在证券场内传递的主要因素还是证券行业的同质性。由于市场定位的相似,在业务选择方面种类的相对单一,公司管理方式与运行模式也大体相近。另一方面,由于证券业的高风险性质,政府对证券行业的监控力度很大,在市场呈现消极态势时,政府为了稳定社会,会注入资金提升市场流动性。当市场欣欣向荣时,政府又会加以管制,防止泡沫过度膨胀,政府过度控制市场是对最基础的信用制度与市场自身调节能力的打机,也使得风险转嫁了政府自身,一旦到达了政府承担的上限,市场便会剧烈震荡。

(三) 影子银行系统中的系统性风险。影子银行体系在金融危机后逐渐进入人们的视野,并受到广泛的关注与重视。与传统商业银行或者其他金融机构相比,在影子银行体系内,债务的层级性更多,债权人与债务人关系变得更加复杂。在我国的金融市场内部,影子银行系统通过业务的回购,代理理财服务,银行证券合作融资等模式,在资产负债表中形成广泛的金融业务联系。一旦局部的风险爆发,市场产生严重的恐慌情绪,短期内融资成本大幅上涨,市场流动性迅速下降,整个市场的货币供求平衡被颠覆,违

约事件将会频发,传统的商业银行为避免风险向自身的扩散将会进一步收紧信用,接踵而来的是利率大幅上涨,超过实体经济融资成本的承受范围,最终市场上的投资减小,消费减小,经济出现疲软,甚至衰颓趋势。

四、系统性风险的监管措施研究

自2008年金融危机席卷全球以来,无论是各个国家政府的金融管理机构还是国际大型金融机构,对于系统性风险的都有了重新的认识,并且积极寻找改善金融市场生态,受到危机迫害的经济体的新办法与举措以及构建全新金融系统性风险监管体系的理论与操作方法。在国际上,对于改革监管的体制的核心内容是改善金融市场长期存在的政府监管缺失与政府监管职能的缺位问题。在金融市场的发展过程之中,英国和美国作为传统的资本主义国家,一直采取零监管的自由主义模式,认为市场能自我调节,而政府只会破坏市场的平衡,缺乏控制市场的有效手段以及能力。在全球经济一体化进行中,金融行业的不断发展与创新与全球监管制度不统一产生巨大的冲突,金融创新与缺乏全球统一监管构架的矛盾越来越突出,金融市场监管体系存在,近年来金融危机的迅猛爆发昭示了政府监管的必要性。2010年6月,在多伦多举办的G-20峰会之中,提出了结合紧缩性原则的基础之上构建全球统一的金融监管体系的提议。不但要晚上各个国家内部的金融监管,也要加强合作,并且创立全球性组织对全球市场进行有效的监管。随着我国国内金融市场的发展,中央政府也在逐步开发金融业务,并且促进市场的深化改革。在经历了金融危机之后中国的金融监管制度出现了困境,一方面是监管国内市场的金融产品数量单一,缺乏金融创新与金融工具,难以发现深层的金融风险。其次,金融监管的理论也陈旧而单一,难以有效支撑对金融市场的监管。因此,在实行金融改革的过程中,我国应该与全球金融监管改革的步调保持一致,并在此基础上发展适应于自身的监管方式。首先,加强对微观系统性风险的控制。虽然对金融市场的宏观监控是目前国内外广泛关注的重点,但是微观作为宏观的基础也必须重视,微观的金融监控主要对象是一个个独立的金融机构,对独立金融机构行为的约束与监管也是对整个宏观市场的监管的基础。另一方面,是对金融衍生品工具的监管,提高这些复杂工具的市场透明度,规范信息披露机制才能使得投资者充分了解自己投资的产品是什么,而不是盲目地跟风投机。这一点对金融市场的健康发展有着至关重要的意义。

【参考文献】

- [1] 范小云,王道平,方意. 我国金融机构的系统性风险贡献测度与监管——基于边际风险贡献与杠杆率的研究[J]. 南开经济研究, 2011(04)
- [2] 李建军,薛莹. 中国影子银行部门系统性风险的形成、影响与应对[J]. 数量经济技术经济研究, 2014(08)
- [3] 张宗新,朱伟骅. 中国证券市场系统性风险结构的实证分析[J]. 经济理论与经济管理, 2005(12)